

MANIPOLAZIONE DEL MERCATO E DECLINO DEL SISTEMA FINANZIARIO. SPUNTI DI RIFLESSIONE A MARGINE DEL VENTESIMO ANNIVERSARIO DELL'AVVIO DEL PROCESSO PARMALAT^(*)

di Federico Consulich

Il lavoro prende le mosse dalla 'celebrazione' del ventesimo anniversario dell'avvio del processo penale milanese contro gli esponenti di vertice del Gruppo Parmalat, che ha avuto come oggetto principale due capi di imputazione riferiti alla fattispecie di aggio. Lo scritto si propone di ripercorre i più importanti punti fermi fissati dalle sentenze di merito e legittimità nella vicenda, per poi valutare lo stato attuale della legislazione penale in materia di turbative dolose del mercato finanziario, dopo ripetuti interventi del diritto eurounitario, del legislatore nazionale e delle Corti sovranazionali. I pregi (pochi) e i difetti (molti) della nostra regolazione portano oggi constatare un declino della incriminazione di manipolazione del mercato, sostituita in sede applicativa dalla ipotesi 'gemella' di natura amministrativo-punitiva. Le ragioni vengono brevemente illustrate nel saggio e conducono a ritenere che il doppio binario cumulativo in tema di abusi di mercato sia, di fatto, già stato superato dalla prassi.

SOMMARIO: 1. I connotati salienti del processo per aggio contro gli esponenti di Parmalat. – 1.1. L'aggio nello specchio del processo: la conformazione del fatto nella contestazione. – 1.2. I punti fermi emersi dal processo Parmalat in tema di turbative dolose di mercato. – 2. *Overcriminalization* e contrasto alla disinformazione al mercato. – 3. L'informazione falsa nel quadro della manipolazione: *repetita nocent?* – 4. I deficit repressivi del sistema dal caso Parmalat ad oggi. – 4.1. Il 'non luogo' della manipolazione del mercato. – 5. Le turbative dolose del mercato oggi: il declino dell'art. 185 t.u.f. – 5.1. Il primo fattore: il ruolo della Consob nella politica dell'*enforcement*. – 5.2. Il secondo fattore: il peso dello statuto penalistico per le sanzioni amministrative. – 5.3. Il terzo fattore: il 'cambio di pelle' della manipolazione del mercato. – 6. Gli scenari futuri: dall'eteroregolazione all'autonormazione.

1. I connotati salienti del processo per aggio contro gli esponenti di Parmalat.

La vicenda Parmalat, insieme a tante altre del medesimo periodo storico o di poco successive (Antonveneta, Cirio, Bnl-Unipol, solo per citare quelle che hanno avuto la maggiore risonanza mediatica), hanno dimostrato a quali conseguenze può portare, in

^(*) Il presente scritto riproduce, con l'inserimento delle note essenziali, il testo dell'intervento al Convegno *Il crac Parmalat, 20 anni dopo. Diritto penale e scandali finanziari*, tenutosi presso l'Università degli Studi di Milano il 10 giugno 2024 ed è destinato alla pubblicazione sulla rivista *Diritto della Banca e dei Mercati Finanziari*. Si ringraziano il Direttore e il Comitato di direzione per aver acconsentito alla anticipazione in questa sede.

ambito finanziario, la mancanza di cautele sistemiche contro i conflitti di interessi tra controllori (in particolare i *gatekeepers* societari) e controllati.

Come noto, il collasso del gruppo societario capitanato da Callisto Tanzi non si può riassumere in un unico reato, pur continuato, di aggio. Plurime sono state le fattispecie contestate, non da ultimo di natura fallimentare, ma certamente i capi di imputazione riferiti al delitto finanziario sono assai paradigmatici di un modello economico familistico-clientelare patologico. Si era in presenza di un capitano di industria e di un manipolo di *top managers* con una superficiale conoscenza dei meccanismi di funzionamento dei mercati finanziari, cui ha fatto da contraltare una riprovevole inerzia degli stessi soggetti istituzionali che avrebbero dovuto vigilare su un colosso imprenditoriale di interesse nazionale come quello di Collecchio.

Parmalat, intendendo come tale la galassia societaria internazionale sottostante alla holding Parmalat Finanziaria s.p.a. (o, in breve, Parfin), era, a dispetto della complessità nominalistica, una organizzazione produttiva fragilissima dal punto di vista dei flussi di cassa, compromessa fin dagli anni Novanta.

Due sono stati i fattori decisivi per il crollo della struttura: da una parte, in prospettiva endogena, il peso del debito gravante sul gruppo; dall'altra parte, in ottica esogena, l'improvviso e repentino disvelamento della situazione economica disastrosa, fino a poco prima celata dall'opacità del mercato. Si trattava di una fragilità generale, non solo riferita alle obbligazioni emesse da Parmalat per il finanziamento del proprio passivo¹.

L'eccesso di indebitamento di Parmalat è stato per anni sistematicamente occultato rappresentando agli investitori, invece, una apparente solidità e profittabilità. A ben vedere, però, non era difficile da scoprire che la situazione fosse diversa, a dimostrazione della totale inaffidabilità dei meccanismi di controllo che dovevano presidiare la trasparenza dell'informazione societaria e, quindi, anche la regolarità e completezza delle comunicazioni ai mercati.

Un chiaro segnale del cedimento del palcoscenico su cui veniva rappresentata una realtà parallela, completamente indipendente dalla consistenza effettiva delle casse societarie, è stato fornito dall'episodio della massiccia emissione di obbligazioni, accentuatasi nel 2003, da parte del gruppo che, stando alle proprie dichiarazioni economiche, non avrebbe avuto alcuna necessità di ricorrere a simile prestito.

Solo nel 2003 la Consob, soggetto istituzionale non immune da censure in questa vicenda, ha iniziato a richiedere maggiori ragguagli sulla liquidità dichiarata (il gruppo asseriva di disporre di danaro e valori di rapido realizzo per 3,2 miliardi). Particolare attenzione attirava il (poi) famigerato fondo Epicurum stazionato alle Cayman, contenitore di 500 milioni di euro.

I comunicati decettivi e rassicuranti sono proseguiti fino al 19 dicembre 2003, quando Bank of America (istituto bancario di riferimento per il gruppo Parmalat) informò uno dei revisori di Bonlat (società estera controllata da Parfin), Grant Thornton,

¹ Per una completa lettura del caso Parmalat, con riguardo al profilo dei reati finanziari, AMATI, *Il caso Parmalat: il giudizio milanese sull'aggio*, in FOFANI e CASTRONUOVO (a cura di), *Casi di diritto penale dell'economia*, Bologna, 2015, 73 ss.

di non avere rapporti con quest'ultima e disconosceva un documento di 6 mesi prima in cui si attestava l'esistenza di fondi per 3959 milioni di euro intestati alla stessa Bonlat.

Dopo la dichiarazione di *default* del gruppo del 29 dicembre 2003 emerse che la liquidità esposta nel tempo, a più riprese, era completamente fittizia, che, ulteriormente, il fondo Epicurum recepiva crediti inesistenti o inesigibili e che, infine, l'indebitamento di Parfin era doppio rispetto a quello rappresentato nei bilanci e al mercato.

Non dunque indagini istituzionali, ma una comunicazione di un operatore economico privato hanno fatto deflagrare il caso Parmalat implicando poi, a quel punto per necessità, l'attivazione delle Agenzie pubbliche preposte all'*enforcement* del mercato.

E così il processo milanese prese avvio dalla segnalazione di ipotesi penalmente rilevanti *ex art.* 185 t.u.f. dalla Consob alla Procura. Quello della dinamica processuale, o meglio procedimentale, è un aspetto non secondario per comprendere le alterne fortune delle fattispecie di aggio/manipolazione del mercato nel nostro sistema penale.

1.1. L'aggio nello specchio del processo: la conformazione del fatto nella contestazione.

La turbativa di mercato all'epoca del collasso del gruppo di Collecchio ricadeva nella fattispecie di cui all'art. 2637 c.c.

La manipolazione dei prezzi degli strumenti finanziari si è storicamente manifestata come aggio informativo e in forma plurisoggettiva, poiché lo schema fraudolento coinvolgeva sia intranei a Parmalat e Bonlat che revisori e consulenti.

Il luogo di consumazione dell'illecito è stato ritenuto Milano in quanto sede amministrativa di Parfin, da cui sono state somministrate notizie false sulla situazione finanziaria del gruppo nel 2002 e 2003, per il tramite di comunicati e conferenze stampa.

La dimensione collettiva del fatto ha portato la Procura di Milano a ipotizzare un coinvolgimento di esponenti di Bank of America, sotto forma di concorso omissivo nell'aggio, per non aver smentito i dati di bilancio forniti dagli imputati, con particolare riferimento al consolidato Parfin. In sintesi, per l'accusa la banca avrebbe avuto un obbligo di *disclosure* che, se rispettato, avrebbe gettato luce nell'interesse del mercato sulla situazione del gruppo: si tratta di un ulteriore *gatekeeper* 'ultrasocietario', non incluso cioè nella struttura aziendale della società quotata, ma nemmeno tra le agenzie pubbliche preposte al controllo del sistema. Si sarebbe dunque collocata nella rete di sorveglianza finanziaria in una posizione intermedia, *privata* pur se dotata di rilevanza *collettiva*, chiamata a coadiuvare gli altri controllori, integrandosi sinergicamente con essi.

I doveri della banca affidataria deriverebbero essenzialmente dalla sua funzione economica e dalla sua dimensione finanziaria, che ne fanno un soggetto per definizione non meramente privato che si pone a guardia dei propri clienti affinché a costoro venga, se non precluso, reso assai più difficile tenere condotte distorsive dei mercati.

Per il Tribunale però un obbligo, così gravido di conseguenze, avrebbe dovuto presupporre una presa di posizione normativa inequivoca, anche alla luce della mancanza di analoghe precedenti interpretazioni in giurisprudenza².

Effettivamente si è trattato di una costruzione giuridica assai ardita, tanto da non essere stata più riproposta in processi relativi a fattispecie assimilabili.

1.2. I punti fermi emersi dal processo Parmalat in tema di turbative dolose di mercato.

Al di là dell'individuazione dei responsabili, in chiave commissiva o omissiva, sono altri i temi cruciali attinenti alla struttura del fatto che sono stati chiariti nel processo Parmalat, scrutinati lungo il dipanarsi dello stesso dal primo grado alla Cassazione.

In primis, fin dalla decisione del Tribunale di Milano del dicembre 2008, emerge nitidamente la natura istantanea del reato (di qui la necessità segnalata dalla sentenza di indicare fin dal capo di imputazione ciascun episodio)³.

La Procura non aveva infatti elencato i singoli comunicati e conferenze stampa caratterizzati da profili di falsità, a loro volta germinati dai bilanci, con particolare riguardo ai riflessi sui margini di redditività e gli utili netti a livello consolidato.

In sintesi, non basta evidenziare sommariamente il contenuto della comunicazione falsa e l'arco temporale in cui essa, insieme ad altre, sia stata diffusa, ma vanno identificate esattamente le relazioni al pubblico di cui si sta parlando. Non esiste, insomma, l'aggiotaggio permanente.

In secundis, il tipo legale non descrive un evento fattuale, ma una condotta in grado di produrre conseguenze accertabili con una prognosi di pericolo. Ciò al netto della considerazione che, mentre per le conferenze al mercato tenute all'estero non vi era prova di idoneità ad alterare i prezzi, gli altri episodi di aggiotaggio informativo sarebbero stati non solo capaci di porre in pericolo il fisiologico andamento delle quotazioni dei titoli, ma storicamente hanno modificato in modo macroscopico i prezzi degli strumenti quotati riferibili al gruppo.

Nel processo Parmalat però i giudici sono stati attenti a non farsi ingannare dal classico *trompe l'œil* penalistico in tema di aggiotaggio, vale a dire la dimostrazione di un pericolo quasi impossibile da verificare in concreto per il tramite dell'allegazione della effettiva distorsione delle quotazioni. Si tratta del noto fenomeno di dissociazione tra tipo legale e tipo giudiziale. È accaduto in molte occasioni che il delitto venisse ricostruito in aula come illecito d'evento a dispetto di una formulazione normativa chiaramente indicativa di una fattispecie a consumazione anticipata: si provava insomma la sussistenza dell'idoneità offensiva basandosi sulla presenza, stando all'istruttoria dibattimentale, di un danno reale⁴.

² Si veda Trib. Milano, 18 dicembre 2008, in *www.penalecontemporaneo.it*, 254 della sentenza.

³ Trib. Milano, 18 dicembre 2008, cit., 331 della sentenza.

⁴ Per una recente analisi del giudizio di pericolo proprio del reato di manipolazione D'ALESSANDRO, *La manipolazione del mercato*, in CONSULICH (a cura di), *Reati in materia bancaria e finanziaria*, Torino, 2024, 211 ss.

La vicenda in analisi ci restituisce un reato privo di un evento, in cui il pericolo non si discosta dalla condotta, ma ne rappresenta un connotato intrinseco. Secondo la Suprema Corte, non sarebbe quindi possibile distinguere, nella struttura dell'illecito, il momento dell'invio della comunicazione da quello della possibilità della alterazione dei prezzi, individuando dunque una fase successiva all'azione⁵. Sul punto nel caso Antonveneta, invece, la Cassazione⁶ aveva qualificato la manipolazione, specialmente informativa, come atto per natura recettizio, dunque rilevante *se e solo se* portato a conoscenza di un destinatario, nel luogo e nel tempo in cui ciò avviene. Non basta che il dato decettivo esca della sfera di controllo dell'emittente, ma occorre che venga poi diffuso tra il pubblico, il che in quel procedimento si riteneva si fosse verificato presso la sede della Borsa, quindi a Milano.

Se il pericolo è un requisito della condotta, è solo ad essa che occorre guardare sia per quanto attiene al luogo che al tempo. Nella forma comunicativa, ciò implica la necessità di comprendere dove l'agente perda la disponibilità dell'informazione.

Ancora una volta la disquisizione non è sterile esercizio di simmetrie dogmatiche, ma ha ricadute immediate sul piano applicativo. In presenza di un avvenimento storico, separabile concettualmente dalla condotta, la consumazione finisce per concentrarsi sistematicamente nel luogo in cui si colloca il mercato in cui gli strumenti finanziari siano quotati, il che storicamente (allora meno che oggi per la verità) implica una competenza specializzata del Tribunale milanese.

2. *Overcriminalization* e contrasto alla disinformazione al mercato.

Vi è spazio, altresì, per una riflessione sul piano assiologico, riferita quindi ai profili offensivi del delitto di aggio, poiché questa è strettamente intrecciata al rapporto con il reato di falso in bilancio.

Chiaramente il tema è quello della sussistenza o meno di un concorso formale tra le due incriminazioni in luogo di un concorso di reati.

La giurisprudenza, univocamente, ha sposato la lettura cumulativa, rendendo possibile dunque la contestazione di (e la successiva condanna per) entrambe le ipotesi. Alla radice di tale impostazione vi è la constatazione dell'assenza di ogni interferenza assiologica tra i due reati. Di nuovo abbiamo la riprova di quanto la riflessione dogmatica non costituisca una speculazione teorica, ma funga da presupposto logico per determinare una regola pratica, vale a dire se le due fattispecie concorrano

⁵ Anche nel caso Ifil-Fiat, la Cassazione, Cass., 20 giugno 2012, n. 40393, in *Cass. pen.*, 2013, 4623 aveva dichiarato che il delitto di manipolazione del mercato si consuma con la diffusione della notizia, dovendosi dunque l'interprete riferire al momento terminale del comportamento commissivo in imputazione. Per una preziosa riflessione in merito alle discrasie giurisprudenziali sul luogo di realizzazione del reato in analisi NISCO, [Manipolazione informativa del mercato e luogo di consumazione del reato \(note a margine dell'ordinanza del Tribunale di Torino, IV pen., 30 gennaio 2014\)](#), in *Dir. pen. cont.*, 14 marzo 2014. Sul tema sia consentito il rinvio a CONSULICH, *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici: tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*, in *Le Società*, 2011, 823 ss.

⁶ Cass., 28 novembre 2012, n. 12989, in *Dir. pen. cont.*, 7 aprile 2013.

effettivamente oppure sussistano le condizioni per invocare una convergenza apparente alla luce di criteri di valore come quello di consunzione/assorbimento.

Nel caso Parmalat, concordemente con i giudici di merito, la Cassazione⁷ ha escluso qualsiasi fenomeno di soccombenza applicativa dell'aggiotaggio rispetto alle false comunicazioni sociali, in ragione di una discontinuità inerente a:

- i) i beni giuridici, perché all'integrità del mercato nell'ambito dell'art. 2637 c.c. fa da contraltare (siamo all'epoca del falso in bilancio previgente) il patrimonio, in via immediata (nel contesto dell'art. 2622) o mediata (nell'ipotesi contravvenzionale del 2621);
- ii) i tipi dei diversi delitti. Se il falso in bilancio è reato proprio, l'aggiotaggio è invece fattispecie comune; inoltre, l'oggetto materiale della condotta (*sub specie* del veicolo della falsità) è specificamente una comunicazione sociale prevista dalla legge, mentre non così per il delitto di cui all'art. 2637 c.c., ben più ampio da questo punto di vista, tanto da poter essere integrato con qualsiasi strumento di interazione con il pubblico degli investitori;
- iii) l'elemento intenzionale, emergente da descrizioni molto articolate negli artt. 2621 e 2622 c.c., e assai più ampio nella turbativa di mercato;
- iv) l'informazione manipolativa, selettivamente orientata alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria nel falso in bilancio e aperta a prospettive di *business* future nell'aggiotaggio.

Le sentenze pronunciate nel caso Parmalat confermano dunque un trend interpretativo che destina false comunicazioni sociali e aggiotaggio alla sistematica convergenza effettiva al cospetto del medesimo fatto storico.

Ciò conduce a riflettere in ordine ad un connotato dell'intero impianto dei reati finanziari, la *overcriminalization* delle condotte devianti.

Si tratta di un tema che ha destato minore attenzione tra i commentatori rispetto a quello della sproporzione punitiva veicolata dal *bis in idem* tra sanzioni penali e amministrative nell'ambito degli abusi di mercato.

È invece presente in questo settore un elevato rischio di eccesso non già solo di pena, ma ancora prima di fattispecie, vale a dire una convergenza di qualificazioni giuridiche di fatti unitari dal punto di vista sociale e, in fondo, dello stesso disvalore.

La duplicità di rilevanza penale dipende dal fatto che la comunicazione al pubblico (con riguardo alla sottofattispecie della turbativa *information based*) e il bilancio possono avere in realtà ad oggetto lo stesso dato.

La sofisticazione di conto economico, stato patrimoniale o nota integrativa (o altra comunicazione sociale, anche non prevista dalla legge, in base alla formulazione vigente dell'art. 2622 c.c.⁸) da parte di un emittente quotato si traduce quasi inesorabilmente in una manipolazione del mercato, perché i dati economici vengono poi

⁷ Cass., 4 maggio 2011, n. 28932, in *Dir. pen. proc.*, 2011, 1096 ss.

⁸ Come noto, invece, nel vigore della precedente disciplina in tema di falso in bilancio, tanto nella fattispecie contravvenzionale di pericolo di cui all'art. 2621 c.c. che in quella delittuosa di danno di cui all'art. 2622 c.c., era richiesto che il veicolo della falsità fosse rappresentato da comunicazioni sociali previste dalla legge.

esposti agli investitori che li impiegano come elemento di valutazione per comprare o vendere il titolo.

Inoltre, spesso ciò che si mette in bilancio può finire per essere veicolato anche all'autorità di vigilanza, generando dunque anche un fatto di ostacolo alle loro funzioni.

A nostro avviso, però, uscendo dall'*hortus conclusus* della manipolazione del mercato e dell'*insider trading*, emerge un ancor più grave fenomeno: le qualificazioni giuridiche multiple non sono solo un fattore di moltiplicazione delle pene in astratto (e spesso anche in concreto), ma un formidabile catalizzatore di discrezionalità nella formulazione delle imputazioni. A seconda, infatti, delle personali letture del Pubblico Ministero, uno stesso fatto è suscettibile di molteplici sussunzioni, così come il Tribunale potrà riconoscere che lo stesso comportamento possa ricadere in una o più incriminazioni, in alternativa o cumulativamente. Proprio il caso delle comunicazioni sociali di una società quotata è esemplare, potendo integrare un falso in bilancio, una manipolazione del mercato, un ostacolo alle funzioni di vigilanza (solo per rimanere all'ambito del t.u.f.).

Ne deriva una posizione di forza 'negoziale' del Pubblico Ministero, nella gestione di riti alternativi come il patteggiamento, poichè egli sarà in grado di mettere sul piatto la contestazione di una o più fattispecie in funzione del comportamento dell'imputato rispetto allo svolgimento delle indagini. Si constata, inoltre, un *décalage* significativo del tasso di accessibilità della responsabilità penale, poichè, *ex ante*, non è affatto chiaro di quanti reati ci si possa trovare a rispondere in caso di condotta deviante.

Da questo punto di vista si può apprezzare quando il bene giuridico da strumento selettivo e critico sia fondativo dell'intervento penale e soprattutto giustificativo, *ex post*, rispetto all'espansione giurisprudenziale delle fattispecie incriminatrici.

Peraltro, occorre notare che, diversamente da quel che si poteva pensare al tempo della cd. depenalizzazione di fatto del falso in bilancio, risalente al d. lgs. 61 del 2002, gli artt. 2621 e 2622 c.c. e la manipolazione del mercato non sono due vasi comunicanti, poichè la scarsa effettività delle une non comporta una maggiore rilevanza pratica dell'altra.

Se forse la crescita applicativa nel primo decennio degli anni Duemila prima dell'art. 2637 c.c. poi dell'art. 185 t.u.f. è dipesa effettivamente anche dalla scomparsa del falso in bilancio, la riformulazione degli artt. 2621 e ss. c.c. nel 2015 non è coincisa con una ripresa delle contestazioni del delitto da parte delle Procure della Repubblica e ciò non di meno si è assistito comunque all'inabissamento della fattispecie a tutela del mercato nella prassi giudiziaria.

3. L'informazione falsa nel quadro della manipolazione: *repetita nocent?*

Per integrare una condotta penalmente rilevante ai sensi dell'art. 185 t.u.f., ma lo stesso vale per l'art. 2637 c.c., fatti i dovuti distinguo, non è richiesto che il dato comunicato sia riservato. Non siamo certo nel contesto dell'*insider trading*, che si basa

sulla novità dell'informazione, peraltro vera, rispetto al quadro conoscitivo del mercato, ma semmai, del suo esatto opposto.

Dalla giurisprudenza nel caso Parmalat emerge la conferma dell'assunto.

Nel quadro di un progetto speculativo illecito, l'unico elemento rilevante è l'idoneità della condotta ad alterare la percezione della situazione di mercato; chiaramente questa è tanto più spiccata quanto sia ignota al pubblico l'informazione falsa che si vuole veicolare, ma non si può escludere che il dato conoscitivo fuorviante sia già noto e, una volta contenuto in una o più comunicazioni ufficiali dell'emittente, subisca una autorevole conferma e dunque sia in grado di fugare i dubbi degli operatori e così indurli definitivamente all'errore. Come nel caso Parmalat, e ben colto dai giudici che se ne sono occupati, una notizia decettiva diventa così nuova e attuale ogni volta che venga riproposta.

Chiaramente la reiterazione dell'informazione nociva è un fattore di aumento del pericolo di alterazione, che è altresì inestricabilmente connesso al tasso di competenza dell'operatore *target* della manovra illecita. Come noto il legislatore, in particolare europeo, ritaglia la tutela anche penale sulla nozione di investitore ragionevole, che in sé e per sé considerata è astratta e aprioristica, dovendo invece l'accertamento processuale essere calato nello specifico mercato nel preciso momento storico in cui si verifica il fatto.

Da questo punto di vista si può ben misurare, se non l'obsolescenza dei riferimenti empirici e degli strumenti concettuali impiegati nel corso del processo Parmalat, quanto meno il cambio di paradigma verificatosi in questo settore, a far data dallo scorso decennio.

Oggi possiamo ben dire che, per quanto cerchiamo di declinarlo a seconda dei contesti e dei tipi di mercato in cui si verifica il fatto, si tratta di una figura residuale, destinata all'estinzione, in primo luogo poiché la maggior parte delle transazioni mobiliari viene effettuata da operatori algoritmici, come vedremo successivamente (§ 5.3.), guidati dall'intelligenza artificiale e in secondo luogo perché la componente di investimento compiuta da persone in carne ed ossa, sopravvissuta fin qui, agisce secondo parametri di emotività, pregiudizio, imitazione e solo una percentuale estremamente ridotta di questi compie scelte guidate da analisi razionale sulla base del progresso bagaglio conoscitivo variabile da caso a caso⁹.

⁹ In ordine al ruolo della percezione del rischio, errori di valutazione e altre considerazioni sulla razionalità limitata degli investitori, MAGRO, *Manipolazione dei mercati finanziari e diritto penale*, Milano, 2012, 41 ss., 69 ss.; sottolineano il rilievo che assume nell'identificazione dell'informazione il patrimonio conoscitivo del partecipante al mercato MUCCIARELLI, *Mercato finanziario e tutela penale*, in CONSULICH (a cura di), *Reati*, cit., 123, nonché, in precedenza, CONSULICH e MUCCIARELLI, *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, in *Le società*, 2016, 182.

4. I deficit repressivi del sistema dal caso Parmalat ad oggi.

La manipolazione del mercato per come emersa nel caso Parmalat e in altri scandali finanziari coevi si è manifestato sotto forma di progetto speculativo intrinsecamente plurisoggettivo. Difficile in effetti anche solo ipotizzare che manovre così complesse, per la cui realizzazione era imprescindibile muovere ingenti flussi finanziari e articolare ampi schemi di dissimulazione del reale, possano essere performati da isolati manipolatori.

Peraltro, *plurisoggettivo*, in questo campo, non equivale a *concorsuale*. Di qui un deficit evidente *oggi più che ieri*: il fattore imitativo vale anche rispetto a pratiche vietate, sicché non è da escludere che ad un primo comportamento di alterazione del prezzo di un titolo quotato se ne aggiungano altri di soggetti in alcun modo legati al primo speculatore, ma che ne intuiscono 'strada facendo' lo schema illecito e lo implementino a loro volta. Il destino del diritto penale è, qui come in altre occasioni, ad esempio quelle connesse alla piazza virtuale di internet (diffamazione, calunnia, *revenge porn*, istigazione a delinquere e via dicendo), di confrontarsi con *interazioni istantanee non concorsuali*, rispetto alle quali il paradigma dell'art. 110 c.p. non è sufficiente per l'assenza quanto meno del cd. doppio dolo, poiché anche chi interviene rispetto ad un reato in corso di svolgimento non conosce chi sia il soggetto attivo con cui pur sta agendo sinergicamente, ma ne percepisce solo la piattaforma oggettiva anti-giuridica.

Vi è poi un deficit presente *ieri e non più oggi* e che ancora attiene alla dominante collettiva di questo tipo di reato. La funzionalità della manipolazione è evidentemente orientata a beneficiare non tanto il singolo, quanto la struttura societaria che intenda muovere illecitamente i corsi di un titolo (spesso *il proprio* titolo) per sostenerlo indebitamente a fronte di risultati negativi o (come nel caso Parmalat) per mascherare una condizione debitoria patologica e prossima al collasso. Ebbene, all'epoca dei grandi scandali finanziari italiani latitava la criminalizzazione dell'ente. Solo l'art. 9 della l. 62 del 2005 introdusse, peraltro anche con un doppio binario punitivo, un'incisiva responsabilità da reato e da illecito amministrativo (era di là da venire il meccanismo di compensazione sanzionatoria di cui all'art. 187 *terdecies* valido anche per l'ente). In precedenza, era prevista dall'art. 25 *ter* (introdotto nel 2002 dal d. lgs. 61) solo una sanzione pecuniaria per i fatti di aggio, ma priva all'epoca dei fatti di una applicazione concreta.

Infine, tra i grandi gap della regolazione italiana, una vera e propria costante, ieri come oggi, è l'incertezza sul luogo di consumazione del reato, foriera di conflitti, negativi e positivi, di competenza per territorio.

Trattandosi di un tema così strutturale della nostra disciplina, pare meritare una riflessione *ad hoc*.

4.1. Il 'non luogo' della manipolazione del mercato.

Ci sono fattispecie che, per ragioni eminentemente tecniche, presentano peculiarità che le privano di connotazioni spaziali e che dunque imporrebbero ad un

legislatore attento l'assunzione di una presa di posizione normativa attraverso la definizione di criteri legali di identificazione del giudice competente¹⁰. Diversamente, il compito ricade sulla giurisprudenza che però, necessariamente preda della concreta imputazione, ripiega su soluzioni casistiche, destinate presto o tardi a contraddirsi.

Questo è accaduto e continua ad accadere rispetto alla manipolazione del mercato. A distanza di 20 anni dai grandi processi per turbative dolose delle quotazioni ancora non è chiarito in via definitiva dove si realizza il fatto illecito, nemmeno nelle ipotesi più semplici che sono quelle informative.

La mancanza di un criterio legale di determinazione della competenza per territorio è giunta fino ad oggi (*rectius*: al settembre del 2023), quando, nella nota vicenda che riguarda la società calcistica della Juventus, la Cassazione ha ritenuto che il riferimento fattuale cui debba aversi riguardo è la condotta di diffusione di notizie false, precisamente il luogo in cui viene integrato il momento terminale del comportamento commissivo¹¹.

Il parametro normativo è stato rappresentato dall'art. 65 *bis* regolamento emittenti, poiché nella disciplina vigente i dati o sono veicolati direttamente dalla società quotata o tramite uno SDIR (acronimo per sistema di diffusione di informazioni), che rilascia ricevuta di avvenuta comunicazione a due media di cui uno europeo e poi stocca l'informazione rendendola disponibile e fruibile al pubblico.

A p. 15 della sentenza, la Cassazione supera la decisione della Cassazione nel caso Parmalat, laddove aveva individuato nel luogo di prima diffusione della notizia il riferimento spaziale ove si realizza la consumazione.

Il superamento del criterio identificato nel caso Tanzi è certamente dovuto alla cessazione dell'operatività del sistema NIS, superato dallo SDIR, rispetto alla cui gestione Borsa Italiana è stata estromessa.

A p. 16 della sentenza resa nel caso Juve si legge dunque che la diffusione del comunicato si intende realizzata con il rilascio della ricevuta di notifica da parte dello SDIR, che coincide con il momento in cui il documento è reso disponibile per i media in grado di connettersi alla piattaforma informatica con le proprie credenziali. Tuttavia, nella vicenda oggetto della decisione, non essendo determinabile dove l'informazione è divenuta accessibile (e si può pensare che questo accada assai di frequente), è stato necessario il ricorso ad un criterio suppletivo. Ai sensi dell'art. 9 comma 1 c.p.p. la competenza per territorio si radica nell'ultimo luogo in cui è avvenuta una parte dell'azione quindi, nel caso concreto, in quello in cui è ubicato il *data server* (Roma), in cui il comunicato stampa è stato stoccato e messo a disposizione del pubblico mediante connessione da remoto.

Come ben si può capire dalla necessità di appellarsi ad una regola di *default* criterio suppletivo, è chiaro che anche ricorrendo a questa opzione, peraltro limitata all'ipotesi della manipolazione informativa mediante comunicazioni ufficiali al mercato, non può dirsi affatto risolta la problematica della competenza per territorio, a dispetto

¹⁰ Sul punto si vedano già le osservazioni di AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, 447.

¹¹ Si veda Cass., 6 settembre 2023, n. 43638, in *Cass. pen.*, 2024, 641 ss. con nota di FUSCO e ROMANELLI, *La Cassazione sul caso "Prisma": il rinvio pregiudiziale ex art. 24-bis c.p.p. alla prova della manipolazione del mercato*.

delle molteplici sopravvenienze normative che hanno interessato la disciplina degli abusi di mercato.

Si tratta, per inciso, di un tema che si pone per tutti i reati a distanza, compiuti tramite internet e reti di comunicazione: al cospetto dei medesimi problemi, medesime dovrebbero essere le soluzioni processuali a prescindere dalla fattispecie rilevante e dagli interessi protetti. È insomma il mezzo informatico come *instrumentum sceleris* che dovrebbe imporre una disciplina uniforme in ordine a *tempus* e *locus commissi delicti*.

5. Le turbative dolose del mercato oggi: il declino dell'art. 185 t.u.f.

Al netto dell'interesse scientifico suscitato nella letteratura, non solo italiana, la manipolazione del mercato/aggiotaggio non ha conosciuto, dopo la 'fiammata' applicativa successiva ai processi dei primi anni Duemila, una consistente ricaduta giudiziaria. Un declino che prosegue oggi e risultante dall'interazione di una molteplicità di fattori.

Preliminarmente la riflessione va ambientata in un contesto economico peculiare rispetto ai tempi del caso Parmalat: il mercato finanziario italiano si sta infatti spopolando. Si susseguono i *delisting* in ragione di uno 'scalino normativo' (probabilmente non da ultimo anche di vigilanza ed *enforcement*) che rende molto poco conveniente il passaggio dalla realtà imprenditoriale di una società non quotata a quella dell'emittente con titoli scambiati tra il pubblico¹².

Fuori dalle dinamiche strettamente economiche, la fase di ineffettività del delitto di manipolazione del mercato pare il risultato dell'intersezione di tre fattori:

- i) un coefficiente di politica *giudiziaria*: i repertori della Consob dimostrano che quest'ultima tende a perseguire direttamente in via amministrativa i comportamenti illeciti di cui acquisisce la conoscenza. È sufficiente consultare il *Bollettino* reperibile sul sito internet dell'Autorità per comprendere la 'vitalità' della fattispecie non penale;
- ii) un coefficiente di politica *criminale tout court*: l'estensione delle garanzie penalistiche alla materia penale, per come identificata nell'ambito della Convenzione Edu e della giurisprudenza della Corte di Strasburgo, aumenta oltre il limite del sostenibile il costo di un doppio processo assistito da garanzie assimilabili. La sentenza Grande Stevens del 2014, anche se poi corretta dal criterio della *close and substantial connection* adottato da pronunce successive¹³, ha reso ben

¹² Sulla fuga dal mercato azionario italiano si veda il *position paper* 4/2024, Proposte per una riforma organica del TUF, elaborato da Assonime, 7 ss., 50 ss. Solo da inizio 2024, secondo dati Assonime, sono già 22 le aziende che hanno detto addio a Piazza Affari, cfr. BERTOLINO, *In 22 dicono addio a Piazza Affari. La borsa italiana perde 21 miliardi*, in *Corriere della sera*, 23 giugno 2024. Sullo svuotamento del listino principale della Borsa di Milano, si veda, tra gli altri, anche l'editoriale di URSINO, *Il declino di Piazza Affari non dev'essere un triste destino*, in *Il Sole24ore*, 28 febbraio 2024.

¹³ Cfr. Corte Edu, Seconda Sezione, sent. 4 marzo 2014, *Grande Stevens vs. Italia*, in *Dir. pen. cont.*, 9 marzo 2014, con nota di TRIPODI, [Uno più uno \(a Strasburgo\) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato](#).

percepibile a tutti gli attori pubblici preposti al controllo sul mercato che il *bis in idem* non era solo una grave violazione dei diritti dell'imputato, ma un fattore di indebolimento per lo stesso *enforcement*, intralciato così da doppi vincoli nel raggiungimento dei propri obiettivi di tutela;

iii) infine, un coefficiente *criminologico*: la manipolazione ha cambiato pelle, come accennato la forma operativa (*trade-based*) della turbativa oggi passa spesso dall'impiego di operatori algoritmici che agiscono con un tasso di indipendenza dalle istruzioni dell'intermediario finanziario che se ne avvale. La conseguenza è la interruzione del nesso imputativo tra persona fisica e fatto manipolativo concretamente commesso dall'intelligenza artificiale.

5.1. Il primo fattore: il ruolo della Consob nella politica dell'*enforcement*.

Il doppio binario sanzionatorio cumulativo ha di fatto portato ad una rotaià preferenziale (quella dove transita il diritto amministrativo) ed una, quella penalistica, sempre meno battuta.

È evidente che uno dei fattori che conducono a privilegiare la via amministrativa è la maggiore agilità procedurale che la connota, ma non deve essere sottovalutato il carattere della completezza del comparto sanzionatorio. Non vi è infatti solo la componente afflittiva pecuniaria, ma anche il corredo di misure accessorie interdittive e sospensive (art. 187 *quater* t.u.f.), di quelle ablatorie (si pensi alla confisca anche per equivalente ai sensi dell'art. 187 *sexies* t.u.f.) e del profilo stigmatizzante (il riferimento corre alla pubblicazione del provvedimento sul sito dell'autorità amministrativa, in base all'art. 195 *bis* t.u.f.).

In sintesi, la sanzione amministrativa in ambito finanziario non ha nulla a che spartire con il modello di prima generazione, adottato nel contesto di interventi di depenalizzazione, quindi avente funzione deflattiva, operativo quando il legislatore interveniva per sfozzire il catalogo di incriminazioni. Quella era all'epoca blanda e residuale, quella che si ha di fronte nel campo degli abusi di mercato, dunque di ultima generazione, è invece iperafflittiva¹⁴.

La Consob può adottare provvedimenti cautelari patrimoniali previa autorizzazione della Procura e ingiungere di porre termine a condotte che potrebbero rappresentare illeciti (art. 187 *octies* comma 3 e 6 t.u.f.).

Vi è poi un dato procedimentale essenziale, che ha un ruolo preponderante per determinare l'attuale monopolio amministrativo nella repressione degli abusi di mercato.

Occorre infatti ricordare che l'autorità di settore ha poteri investigativi penetranti, potendo procedere ad audizioni personali e ispezioni e a perquisizione previa autorizzazione del Pm (art. 187 *octies* t.u.f.), selezionando poi il flusso informativo in vista della gestione delle *notitiae criminis* (187 *decies* comma 2 t.u.f.).

¹⁴ Sull'illecito amministrativo per gli abusi di mercato come idealtipo di illecito di ultima generazione TRIPODI, *Gli illeciti amministrativi in tema di abusi di mercato*, in CONSULICH (a cura di), *Reati*, cit., 275.

In sintesi, il sistema ha attribuito, *de facto*, una competenza, se non *esclusiva*, *preminente* all’Autorità indipendente affinché questa svolga uno scrutinio tecnico permanente di ogni attività punitiva, che di fatto è divenuta un filtro rispetto all’avvio delle indagini da parte della Procura.

5.2. Il secondo fattore: il peso dello statuto penalistico per le sanzioni amministrative.

A livello astratto, i due illeciti di manipolazione del mercato sono ancora più sovrapponibili di quanto non lo fossero all’epoca della legge di recepimento della MAD I, perché oggi la *price sensitivity* è una caratteristica anche della fattispecie amministrativa, dopo il d. lgs. 107 del 2018: come per il reato, occorre infatti la probabilità dell’incidenza della condotta sul prezzo degli strumenti.

Rimane però possibile la forma colposa della manipolazione-illecito amministrativo: si pensi che il comma 1, lett. c) e d) dell’art. 12 del MAR punisce le turbative di tipo informativo non solo quando l’agente sa, ma anche quando avrebbe dovuto sapere della falsità e della nota fuorviante del dato comunicato.

Al netto di queste tipicità a specchio, emerge ancora più pressante il costo di un doppio accertamento garantito, imposto dalla severità delle sanzioni amministrative.

L’afflittività delle misure extrapenali ha fomentato la sensibilità del formante della giurisprudenza costituzionale rispetto alle tutele che devono irraggiungere l’impiego di un strumento così severo.

L’assimilazione delle tutele, l’attribuzione di uno statuto parapenale anche alle sanzioni amministrative non ne ha frenato l’ascesa, ma ha bensì condotto alla contrazione dello spazio della sanzione penale, a seguito della implicita constatazione che quest’ultima, in fondo, fosse ultronea al cospetto di misure non criminali, ma altamente afflittive e dunque analogamente garantite.

In principio, come noto, ci fu la sentenza della Corte Edu, nel caso *Grande Stevens v. Italia* del 2014, ma da lì in poi la portata del principio fu ridefinita, riconoscendo la legittimità dei meccanismi di doppio binario a condizione che i due procedimenti fossero integrati da una connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta¹⁵ (in questo

¹⁵ Corte Edu, Grande Camera, sent. 15 novembre 2016, *A e B vs Norvegia*, su cui, tra gli altri VIGANÒ, *Una nuova sentenza di Strasburgo su ne bis in idem e reati tributari*, in *Dir. pen. cont.*, 5/2017, 392. In quest’ultima decisione la Corte edu definisce una serie di criteri volti a verificare la sussistenza della cd. *close connection*. Si tratta, in particolare:

- (i) della complementarità degli scopi perseguiti dalle due fattispecie, essendo sufficiente che l’accertamento abbracci anche solo aspetti differenti della stessa condotta illecita;
- (ii) della prevedibilità del cumulo punitivo e procedimentale;
- (iii) dell’esistenza di un meccanismo di coordinamento processuale, specie in relazione alla raccolta e alla valutazione del materiale probatorio;
- (iv) della previsione, soprattutto, di un sistema di compensazione quanto alla determinazione delle misure punitive, in modo da assicurare una risposta sanzionatoria complessivamente proporzionata al disvalore del fatto;
- (v) della contiguità temporale tra i procedimenti consecutivi.

La dottrina più attenta, da ultimo SCOLETTA, *Il doppio binario sanzionatorio alla luce del vincolo europeo del ne*

quadro e con specifico riferimento a questo aspetto la CGUE si è per lo più adeguata, ‘a traino’, ai *dicta* della Corte Edu¹⁶).

Il livello di tutela dei diritti del privato nell’ambito dei reati finanziari è stato incrementato non tanto per effetto diretto di decisioni della Corte di Strasburgo quanto per l’azione della più recente giurisprudenza della Corte costituzionale e in meno di un decennio.

Basti il riferimento alle sentenze n. 68 del 2017 e n. 223 del 2018 rispetto all’operatività del principio di irretroattività della confisca amministrativa di cui all’art. 187 *sexies* t.u.f., per poi passare alla n. 63 del 2019 in tema di retroattività *in mitius* sempre riferita alle sanzioni extra penali e tornare ancora alla confisca, per la precisione alla proporzionalità che deve guidarne l’applicazione, con la decisione n. 112 del 2019.

Anche l’aspetto procedimentale è stato oggetto di intervento, con la sentenza n. 84 del 2021 che ha esteso il diritto al silenzio all’incolpato nel procedimento davanti alla Consob.

Lo statuto risultante dalla giurisprudenza costituzionale ha, dunque, reso la sanzione amministrativa uno strumento meno manovrabile di un tempo, da impiegare con un’attenzione per i diritti del privato assimilabile a quella riservata alle pene in senso stretto. Naturale dunque chiedersi a cosa serva una pena quando si affianchi ad una conseguenza afflittiva sostanzialmente identica.

Insomma, il doppio binario sanzionatorio è un’arma micidiale per chi lo subisce, ma anche un costo difficilmente sostenibile per le Autorità pubbliche: a fronte di un peso ‘doppio’, in termini di cautele da adottare *in procedendo*, è intuitivo scegliere solo una delle due misure, elettivamente quella con oneri probatori più agevoli da soddisfare (pur se non così ridotti come un tempo).

L’accertamento in sede extrapenale non è, ad esempio, presidiato dalla regola BARD e si accompagna ad una logica di sostanziale alleggerimento dell’onere della

bis in idem, in CONSULICH (a cura di), *Reati*, cit., 305 ha rilevato come con questa decisione la Grande Camera abbia ridimensionato di molto la portata della garanzia che emergeva dalla decisione resa nel caso Grande Stevens.

¹⁶ Ci si riferisce a tre importanti sentenze del 2018, con le quali la Corte di Lussemburgo si è pronunciata in merito alla compatibilità con il divieto di *bis in idem* dei sistemi a doppio binario punitivo previsti nell’ordinamento italiano, non solo in materia tributaria, con la sentenza *Menci* (Corte giust. UE, Grande Sezione, 20 marzo 2018, cause riunite C-524/15, *Menci*), ma anche in merito all’assetto sanzionatorio degli abusi di mercato, con le sentenze *Garlsson e Di Puma* (Corte giust. UE, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-537/16, *Garlsson Real Estate*; Corte giust. UE, Grande Sezione, 20 marzo 2018, cause riunite C-596/16 e C-597/16, *Di Puma e Zecca*), su cui sia consentito il rimando a CONSULICH, *Il prisma del ne bis in idem nelle mani del Giudice europolitano*, in *Dir. pen. proc.*, 2018, 949. In sintesi, la Corte di Giustizia ha censurato il sistema del doppio binario punitivo del *market abuse* solo in relazione al profilo sostanziale dei rischi di sproporzione sanzionatoria, le sanzioni amministrative punitive dovrebbero applicarsi anche a seguito della inflizione di sanzioni penali che possono risultare *ex se* adeguate rispetto alla gravità del fatto e non consente di graduare adeguatamente le sanzioni penali irrogabili a seguito della inflizione di sanzioni amministrative. L’introduzione dell’art. 187 *terdecies* con il d. lgs. n. 107 del 2018 non ha risolto la problematica del dubbio rispetto della garanzia da parte del nostro sistema, se è vero che l’impatto del meccanismo di mitigazione del cumulo punitivo è finora rimasto assai limitato, come rilevato da SCOLETTA, *Il principio europeo di ne bis in idem e i modelli punitivi a “doppio binario”*, in AMALFITANO, D’AMICO e LEONE (a cura di), *La Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea nel sistema integrato di tutela*, Torino, 2022, 352.

prova della colpevolezza. Lo dimostra plasticamente la medesima cornice edittale della sanzione per il fatto doloso e quello colposo, che attesta una funzione commisurativa più che costitutiva dell'elemento soggettivo dell'illecito.

Con specifico riguardo al tema dello standard probatorio nel procedimento sanzionatorio, sia con riguardo al parametro da impiegare da parte dell'autorità pubblica, quanto soprattutto dall'organo giurisdizionale nel successivo riesame della fattispecie, basti rilevare come nella prassi giudiziaria non si afferma espressamente, pur al cospetto di ipotesi punitive riconducibili alla materia penale in senso convenzionale, che il sindacato delle Corti amministrative od ordinarie debba svolgersi in conformità al criterio del c.d. 'oltre ogni ragionevole dubbio'. Si attesta al contrario in modo anodino la valenza del criterio probatorio, variamente denominato, della 'ragionevole probabilità', della c.d. preponderanza dell'evidenza o del 'più probabile che non' (sebbene in un senso a-tecnico, poiché a stretto rigore queste ultime due formule si riferiscono propriamente al nesso di causalità in materia risarcitoria¹⁷), tutte espressioni che definiscono un vincolo meno intenso per il giudice che voglia applicare la sanzione¹⁸.

Insomma, ancora oggi vale la semplice constatazione che identifica solo nel processo penale in senso stretto (o formale) l'imperatività della regola Bard, con esclusione di ogni fattispecie diversa anche quando integri una *criminal charge* in senso convenzionale¹⁹, benchè in una recente occasione, al cospetto di sanzioni *antitrust*, il Consiglio di Stato abbia ritenuto che le misure punitive di cui si stava dibattendo

¹⁷ Correttamente precisa ad esempio Cass., 29 settembre 2021, n. 26304, Rv. 662534 – 01: «il criterio del "più probabile che non" costituisce il modello di ricostruzione del solo nesso di causalità - regolante cioè l'indagine sullo statuto epistemologico di un determinato rapporto tra fatti o eventi - mentre la valutazione del compendio probatorio (nella specie, con riferimento ad un determinato comportamento in tema di responsabilità medico-sanitaria) è informata al criterio della attendibilità - ovvero della più elevata idoneità rappresentativa e congruità logica degli elementi di prova assunti - ed è rimessa al discrezionale apprezzamento del giudice di merito, insindacabile, ove motivato e non abnorme, in sede di legittimità».

¹⁸ Si veda T.a.r. Lazio, Roma, 8 marzo 2019, n. 3099, in *giustizia-amministrativa.it*, in materia di sanzioni irrogate dall'AGCM per la tutela del consumatore (rilevanti come illeciti sostanzialmente penali ai sensi CEDU - cfr., in particolare, Cons. Stato, 11 novembre 2019, n. 7699, in *giustizia-amministrativa.it*). Per i giudici amministrativi «[...] l'adozione di un provvedimento sanzionatorio per pratica commerciale scorretta nei confronti di un professionista deve comunque basarsi su un sostrato probatorio sufficiente a far ritenere, secondo il criterio del più probabile che non, che effettivamente il comportamento abbia avuto una, quantomeno apprezzabile, potenzialità lesiva».

¹⁹ Sulla questione, pur senza riferirsi all'illecito amministrativo punitivo, ma alla diade processo penale / processo civile, cfr. Cass. civ., Sez. Un., 11 gennaio 2008, n. 582, in *Foro amm. CdS*, 2008, I, 93 ss., ove si afferma che «[...] ciò che muta sostanzialmente tra il processo penale e quello civile è la regola probatoria, in quanto nel primo vige la regola della prova 'oltre il ragionevole dubbio' (cfr. Cass. Pen. S.U. 11 settembre 2002, n. 30328, Franzese), mentre nel secondo vige la regola della preponderanza dell'evidenza o 'del più probabile che non', stante la diversità dei valori in gioco nel processo penale tra accusa e difesa, e l'equivalenza di quelli in gioco nel processo civile tra le due parti contendenti, come rilevato da attenta dottrina che ha esaminato l'identità di tali standards delle prove in tutti gli ordinamenti occidentali, con la predetta differenza tra processo civile e penale». In argomento, senza pretesa di esaustività, STELLA, *Giustizia e modernità. La protezione dell'innocente e la tutela delle vittime*, Milano, 2003, 116 ss.; CAPRIOLI, *L'accertamento della responsabilità penale 'oltre ogni ragionevole dubbio'*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2009, I, 51 ss.; D'ALESSANDRO, *L'oltre ogni ragionevole dubbio sulla valutazione della prova indiziaria*, in *Cass. pen.*, 2005, 764 ss.;

dovessero trovare applicazione solo a seguito di una valutazione degli elementi di prova alla luce dello standard dell'oltre ragionevole dubbio²⁰.

Se si consolidasse una simile lettura, verrebbe meno anche l'ultimo sostanziale criterio differenziale, in termini di garanzia, tra sanzioni penali ed amministrative punitive, con conseguente probabile impulso ad una disarticolazione definitiva dei doppi binari per eccessiva onerosità delle 'tutele procedurali' a carico delle Autorità pubbliche.

5.3. Il terzo fattore: il 'cambio di pelle' della manipolazione del mercato.

Quando si pensa alla manipolazione del mercato si immagina immediatamente una sorta di truffa *in incertam personam*. La cifra collettiva dell'inganno dà ragione dell'anticipazione della tutela e della gravità della sanzione. Ma i tempi in cui Pedrazzi analizzava in modo impareggiabile i problemi del delitto di aggio sono cambiati e si sono oramai nitidamente definiti alcuni nuovi caratteri delle turbative dolose di mercato²¹.

In primo luogo, in alcune occasioni si è notato (paradigmatica la vicenda *Gamestop*²²) che la modifica forzosa dei prezzi ha perso la cifra della fraudolenza. Anche sulla scorta di un processo di *gamification* delle negoziazioni finanziarie, divenute una sorta di operazione ricreativa che si performa con il cellulare alla mano, per lo più in modo distratto e superficiale, il manipolatore può sfruttare semplicemente l'inesco di un effetto imitativo conseguente alla pubblicizzazione delle proprie transazioni.

In pratica, non diversamente da quanto avviene sui *social media*, anche nel campo dei mercati finanziati ci sono *influencers* economici che dettano le mode del momento con proprie operazioni in sé e per sé lecite²³, prendendo di mira alcuni emittenti o titoli o tempestando di pubblicità positiva o negativa una data *trading venue*.

Accanto all'aspetto *social* del mercato contemporaneo, il secondo vettore di trasformazione della manipolazione è senza dubbio l'irruzione, già da più di un decennio, degli algoritmi per la negoziazione, sempre più potenti (è il vasto capitolo degli *High Frequency Traders*).

²⁰ Cons. Stato, 9 maggio 2022, n. 3570, in *Giustiziainsieme.it*, 23 aprile 2023, con nota di VACCARI, *Presunzione d'innocenza e sanzioni amministrative 'punitivo': lo standard probatorio dell'oltre ogni ragionevole dubbio*.

²¹ PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggio* (1958), ora in ID., *Diritto penale*, IV, *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003, 3 ss. e in particolare 33 ss. con riguardo al pericolo come elemento della fattispecie incriminatrice.

²² Su cui si veda la lucida analisi di D'ALESSANDRO, *Il caso GameStop: una tempesta perfetta mette in crisi lo statuto della manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2021, 1234 ss.

²³ La manipolazione attraverso transazioni in sé legittime, peraltro, non è un fenomeno nuovo (si pensi al vecchio caso dell'*abusive squeeze*, in cui un operatore schiaccia gli altri sul mercato dei derivati accaparrandosi il sottostante al derivato stesso). Per una descrizione di questa sottofattispecie di manipolazione si veda la nota comunicazione Consob n. DME/5078692 del 29-11-2005, reperibile su www.consob.it.

Gli algoritmi di ultima generazione, come noto, imparano dagli altri operatori e dal contesto di mercato, sono in grado di elaborare un certo numero di dati attingendo a tal fine dai circuiti informatizzati che li diffondono, ma non sono equiparabili agli investitori (professionali) tradizionali. Mentre questi ultimi determinano le proprie decisioni di acquisto e vendita sulla base dell'analisi delle informazioni disponibili al fine di stimare il valore fondamentale dei titoli oggetto di investimento, gli HFTs non operano un simile studio, ma si limitano ad effettuare riscontri di tipo essenzialmente meccanico/quantitativo (che, in altri termini, prescindono da una fase di approfondimento) delle notizie riguardanti lo specifico strumento finanziario, potendo, ad esempio, l'algoritmo essere programmato per tener conto del numero di volte in cui un dato concernente un determinato emittente è ripetuto nei circuiti informativi per addetti ai lavori.

Ciò posto è chiaro che la grande capacità operativa di questi *traders* immateriali, unita alla sostanziale ingenuità che li caratterizza, li rende, da una parte, facili prede di speculatori che possono indurli a compiere colossali transazioni sulla base di informazioni errate, dall'altro lato essi stessi, se non adeguatamente sorvegliati, possono turbare il mercato tenendo comportamenti fuorvianti per gli altri investitori (ad esempio innescando acquisti incrociati, lo schiacciamento delle controparti nel campo dei derivati, e così via)²⁴.

A fronte di questo duplice 'volto criminologico' dell'AI, non vi è un inquadramento processuale spendibile: da un lato l'operatore algoritmico non può essere qualificato come vittima dell'inganno e dunque persona offesa, dall'altro lato, ancor più importante, non può essere autore del reato, avendo una pura consistenza informatica.

6. Gli scenari futuri: dall'eteroregolazione all'autonormazione.

La prospettiva di un cambio di passo nel contrasto agli abusi di mercato non pare destinata a transitare da una riformulazione delle incriminazioni e degli illeciti amministrativi; tutt'altro: fermo restando il livello legale del comparto normativo, qui

²⁴ Agli operatori algoritmici è stata accordata rilevanza nel contesto degli illeciti amministrativi già dall'art. 12 § 2 lett. c) Reg. 596/2014, in base al quale costituisce manipolazione del mercato «l'inoltro di ordini in una sede di negoziazione, comprese le relative cancellazioni o modifiche, con ogni mezzo disponibile di negoziazione, anche attraverso mezzi elettronici, come le strategie di negoziazione algoritmiche e ad alta frequenza, e che esercita uno degli effetti di cui al paragrafo 1, lettere a) o b), in quanto:

- i) interrompe o ritarda, o è probabile che interrompa o ritardi, il funzionamento del sistema di negoziazione della sede di negoziazione;
- ii) rende più difficile per gli altri gestori individuare gli ordini autentici sul sistema di negoziazione della sede di negoziazione, o è probabile che lo faccia, anche emettendo ordini che risultino in un sovraccarico o in una destabilizzazione del book di negoziazione (order book) degli ordini; oppure
- iii) crea, o è probabile che crei, un segnale falso o fuorviante in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, in particolare emettendo ordini per avviare o intensificare una tendenza».

come in altri settori del diritto dell'economia, la tutela vedrà progressivamente spostare il proprio baricentro verso l'*autonormazione*²⁵.

La *compliance* si propone sempre più come l'unico modello di disciplina adeguato alla fluidità dei comportamenti devianti. L'esausto legislatore, anche europeo, non può regolare ogni aspetto del prisma finanziario, così come le Autorità di settore non possono monitorare in continuo le operazioni speculative illecite. I privati, da intendere come gestori del mercato, emittenti e intermediari, sono così chiamati a collaborare all'*enforcement*, dotandosi al contempo di presidi prevenzionistici in grado di neutralizzare sul nascere le turbative.

Proprio il tema degli HFT ha rappresentato uno dei punti nodali in cui per primo è emerso questo approccio, fin dalla direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID 2), dove si prescrive ad esempio all'art. 17 che, per evitare che la presenza di operatori informatici di ultima generazione possa porre in pericolo la stabilità e la regolarità delle negoziazioni, le imprese di investimento che effettuano negoziazione algoritmica si dotino di sistemi di controllo funzionali a contenere il rischio che tale modalità operativa sia sfruttata per porre in essere condotte abusive ovvero comporti la sistematica immissione di ordini erronei o un loro afflusso eccessivo, capace di compromettere il corretto funzionamento dei mercati.

L'art. 48 della medesima direttiva disciplina altresì l'introduzione nelle sedi di negoziazione di c.d. *circuit breakers*, ossia di sistemi e procedure in grado di evitare che gli strumenti informatici di negoziazione, inclusi quelli ad alta frequenza, possano pregiudicare il regolare andamento degli scambi.

Coerente con tale esigenza è, infine, l'introduzione dell'obbligo di garantire liquidità al mercato imposto agli operatori che si avvalgano di HFT.

Anche il nostro legislatore si è ovviamente accodato al *trend* e così nel t.u.f., dopo le interpolazioni operate dal d. lgs. 3 agosto 2017, n. 129, gli artt. 65 *sexies* e 67 *ter* pongono doveri di controllo e organizzazione prudenziale rispetto alla negoziazione algoritmica in capo agli intermediari, rinviando alla regolamentazione Consob la definizione dei sistemi e delle procedure idonee a prevenire operazioni manipolative.

Il pendolo repressivo pare dunque avviarsi verso una sempre più marcata riduzione dell'intervento penalistico, a vantaggio della sanzione amministrativa, sostenuta da un comparto autonormato di doveri e meccanismi preventivi di fonte privata (dei singoli soggetti economici e delle loro strutture associative di riferimento).

Se intelligenze non umane sono in grado di assumere decisioni, anche illecite, autonome, diventa sempre più ardua la possibilità di contestazione di ipotesi di turbative dolose in capo a chi, individuo fisico, se ne sia avvalso, a meno che non siano identificabili precise istruzioni che determinino il tempo, il modo e l'oggetto dell'operazione speculativa vietata.

In presenza di un soggetto artificiale che manipola decidendo i tratti essenziali del fatto antiggiuridico, è probabile che il controllo punitivo ripieghi o sulla responsabilità

²⁵ Sull'autonormazione, capitolo ormai di parte generale del diritto penale, si leggano, per tutti, BIANCHI, *Autonormazione e diritto penale*, Torino, 2021, in particolare 83 ss. e TAVERRITI, *Autonormazione e prospettive autopoietiche della gestione della penalità*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2020, 1931 ss.

esclusiva dell'ente (magari esplorando le possibilità applicative sottese al principio di autonomia di cui all'art. 8 del d. lgs. 231 del 2001) o sul rimprovero della persona fisica per l'omessa custodia, la negligente sorveglianza, la difettosa prevenzione del danno causato dall'agente immateriale.

In quest'ultima eventualità si starebbe correndo a larghe falcate verso la dissoluzione della manipolazione e dell'*insider trading* come reati per definizione *iper dolosi* e alla loro trasformazione in illeciti *colposi di mera condotta*, una versione finanziaria e tecnologica del 437 c.p., dedicata alla prevenzione degli infortuni sul lavoro: una sorta di fattispecie di 'rimozione o omissione di cautele contro infortuni finanziari'.

In sintesi, sono lontani i tempi di Callisto Tanzi e Fausto Tonna, figure per certi aspetti tragiche della speculazione mobiliare 'all'italiana': non perché sia migliorata la *detection* dei mercati, tanto da far scomparire dai repertori penalistici gli abusi di mercato di tipo manipolativo, ma perché questi ultimi sono diventati la frontiera più avanzata ed esposta della responsabilità personale, dove il diritto fatica a fronteggiare le ricadute, in termini di *accountability*, dell'irruzione dell'intelligenza artificiale.